

RICHARD WICHMANN

Haftung am Sekundärmarkt
für fehlinformationsbedingte
Anlegerschäden

*Schriften zum
Unternehmens- und Kapitalmarktrecht
39*

Mohr Siebeck

Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht

herausgegeben von den Direktoren
des Instituts für Unternehmens- und Kapitalmarktrecht
der Bucerius Law School in Hamburg

Jörn Axel Kämmerer, Karsten Schmidt und Rüdiger Veil

39



Richard Wichmann

Haftung am Sekundärmarkt für fehlinformationsbedingte Anlegerschäden

Ein Beitrag de lege lata
zur Stärkung des Kapitalmarktstandortes Deutschland
Rechtsvergleichende und ökonomische Analyse

Mohr Siebeck

Richard Wichmann, geboren 1983; Studium der Rechtswissenschaften an den Universitäten Potsdam, Straßburg, Caen und der Humboldt-Universität, 2009 erstes Staatsexamen; Referendariat in Berlin und Peking, 2012 zweites Staatsexamen; 2013 Forschungssemester an der UC Berkeley, 2014–2016 wissenschaftlicher Mitarbeiter an der Humboldt-Universität, 2016 Promotion; seit 2017 Rechtsanwalt in Berlin.

ISBN 978-3-16-155032-4 / eISBN 978-3-16-158839-6 unveränderte eBook-Ausgabe 2019
ISSN 2193-7273 (Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht)

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliographie; detaillierte bibliographische Daten sind im Internet über <http://dnb.dnb.de> abrufbar.

© 2017 Mohr Siebeck Tübingen. www.mohr.de

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Das Buch wurde von Gulde Druck in Tübingen gesetzt, auf alterungsbeständiges Werkdruckpapier gedruckt und von der Buchbinderei Spinner in Ottersweier gebunden.

Meinem Vater

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde unter dem Titel „Verhaltenssteuerung durch Kausalitätsanforderungen – eine Antwort de lege lata auf Irreführungen von Anlegern am Sekundärmarkt“ im Wintersemester 2015/16 von der juristischen Fakultät der Humboldt-Universität zu Berlin als Dissertation angenommen und im Juni 2016 verteidigt. Nach der Verteidigung ist die EU-Marktmissbrauchsverordnung in Kraft getreten, die eingearbeitet und neben die alte Rechtslage gestellt wurde. Diese Vorgehensweise gewährleistet neben der Aktualität der Darstellung (Stand: Frühjahr 2017) auch die Praktikabilität für den mit „Altfällen“, etwa im Rahmen der anstehenden kapitalmarktrechtlichen Aufarbeitung des Diesel-Abgasskandals, befassten Rechtsanwender.

Mein herzlicher Dank gilt zunächst meinem verehrten Doktorvater Prof. Dr. Hans-Peter Schwintowski, der die Anregung zum Thema gab und mich bei der finanziellen Absicherung meiner Forschungstätigkeit unterstützte. Für das mir infolge dessen, auch mit Unterstützung von Prof. Dr. Eberhard Schwark und Prof. Dr. Reinhard Singer, gewährte Dissertationsstipendium der Stiftung Kapitalmarktrecht für den Finanzstandort Deutschland und das entgegengebrachte Vertrauen bin ich der Stifterin und den zuständigen Personen sehr dankbar.

Prof. Dr. Christoph Kumpan, LL.M. (Chicago) danke ich dafür, dass er, trotz der mit dem Ruf nach Halle/Wittenberg verbundenen Mehrbelastung, das Zweitgutachten übernahm und zügig erstellte.

Besonders dankbar bin ich Frau Prof. Dr. Christine Windbichler, LL.M. (Berkeley) für ihre fachliche und persönliche Unterstützung sowie das Vertrauen, das mir als ihr wissenschaftlicher Mitarbeiter zu Teil wurde.

Mein Dank gilt auch Prof. Dres. h. c. Richard Buxbaum und Prof. Robert Bartlett, die meinen Forschungsaufenthalt an der UC Berkeley im Jahr 2013 ermöglichten. In fachlicher Hinsicht besonders fruchtbar waren Gespräche mit Prof. Buxbaum und George Brown (Gibson Dunn), die Vorlesung Securities Regulation von Prof. Reza Dibadj und der Law & Economics Workshop von Prof. Dr. Dr. h. c. Robert Cooter.

Stellvertretend für die Familienmitglieder, Freunde und Bekannten, die mich auf dem Weg bis zur Veröffentlichung dieser Arbeit unterstützt haben, möchte ich meiner Großmutter Prof. Dr. Christina Felber danken. Mein herzlicher Dank gilt damit all den lieben Menschen, die mich auf diesem Weg – tatkräftig oder motivierend – begleitet und damit ein Stück zum Erfolg beigetragen haben!

Inhaltsübersicht

Vorwort	VII
Inhaltsverzeichnis	XI
Kapitel 1: Überblick	1
I. Einleitung	1
II. Größenordnungen und Fakten	2
Kapitel 2: Kausalität und Kausalitätsverständnis	11
I. Die Seltenheit echter Kausalzusammenhänge	11
II. Kausalitätsverständnis	22
III. Problemverortung im System juristischer Kausalitätsbegriffe	32
IV. Fazit	34
Kapitel 3: US-amerikanisches Recht	36
I. Haftung nach Rule 10b-5	36
II. Fazit	90
Kapitel 4: Deutsches Recht	92
I. Systematik der Sekundärmarktpublizität	92
II. Zuordnung von Haftungsnormen	93
III. Haftungskonzept des II. Zivilsenats	96
IV. Modifiziertes Haftungskonzept des XI. Senats	107
V. Anwendungsbereich des § 37b WpHG – Auffangtatbestand	118
VI. Fazit	125
Kapitel 5: Ökonomische Betrachtung	126
I. Vorbemerkung zur Ökonomischen Analyse	126
II. Ökonomische Analyse des Haftungsrechts – optimaler Schadensersatz	129

III. Vergleich der Haftungskonzepte	149
IV. Optimierung des Konzepts der Preiskausalität	162
V. Fazit	164
Kapitel 6: Umsetzbarkeit des Konzepts der Preiskausalität de lege lata	167
I. § 37b WpHG und Anwendungsbereich	167
II. Übertragbarkeit des Konzepts auf § 37c WpHG	168
III. Übertragbarkeit auf § 826 BGB	171
IV. Übertragbarkeit auf § 823 II BGB i. V. m. einem Schutzgesetz	174
V. Fazit und Ausblick	175
Kapitel 7: Prozessuale Umsetzung – Der Kausalitätsnachweis	176
I. Überblick – Beweisnot und Beweiserleichterungen	176
II. Das Beweismaß des § 286 ZPO	176
III. Beweiserleichterung durch § 287 ZPO	191
IV. Mögliche Erleichterungen für den Kausalitätsnachweis	218
V. Fazit	239
Kapitel 8: Berechnung des Kursdifferenzschadens	242
I. Überblick und rechtliche Ausgangslage in Deutschland	242
II. Schadensumfang – Ersatzfähigkeit des Kollateralschadens	245
III. Implikationen bei der Schadensberechnung	253
IV. Beweiserleichterung – sekundäre Darlegungslast	266
V. Fazit	266
Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse und Thesen	268
I. Wesentliche Ergebnisse der Arbeit	268
II. Kernthesen	273
Literaturverzeichnis	275
Sachregister	291

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	VII
Inhaltsübersicht	IX
Kapitel 1: Überblick	1
I. Einleitung	1
1. Problemstellung und Themeneingrenzung	1
2. Gang der Untersuchung	2
II. Größenordnungen und Fakten	2
1. USA	3
2. Deutschland	4
1) Zusammenbruch des Nemax	4
2) US-Hypothekenkreditkrise	5
3) Die Fälle Daimler, Porsche und VW	6
a) VW-Porsche Übernahmeschlacht	7
b) Abgasskandal „Dieselgate“	8
Kapitel 2: Kausalität und Kausalitätsverständnis	11
I. Die Seltenheit echter Kausalzusammenhänge	11
1. Kausalität als unerfüllbarer Wunsch nach Sicherheit	11
2. Probabilistisches Kausalitätsverständnis in der Physik	11
1) Am Beispiel der Mechanik	11
2) Fazit	12
3. Kausalitätsverständnis in der Ökonomie	12
1) Kausalität als Veränderung von Systemgleichgewichten	12
2) Komplexe Zusammenhänge überfordern menschliche Vorstellungskraft	13
a) Unterschätzung indirekter Ursachen	13
b) Multiple Gleichgewichtszustände	13
c) Schwierige Unterscheidbarkeit von Korrelation und Kausalität	14
3) Zurückhaltung in der Statistik: Korrelation statt Kausalität	15
4) Fazit und Anwendung auf den Kursdifferenzschaden	15

4. Psychisch vermittelte Kausalität	16
1) Transaktionskausalität als Untersuchungsgegenstand	16
2) Entscheidungsfindung – frei oder bestimmt	16
a) Das „Black box“-Problem	16
b) Perspektive des Richters	17
c) Standpunkt zum „freien Willen“ bei Rationalitätsannahme irrelevant	18
3) Fazit	18
5. Juristische Perspektive: Verhältnis von Haftung und Kausalität	19
1) Juristischer Umgang mit Kausalität	19
2) Kausalität ist keine Mindestanforderung einer Haftung	20
3) Kausalität, Beibringungsgrundsatz und richterlicher Entscheidungszwang	20
4) Fazit: Kausalität als wandelbares „soziales Zweckkonstrukt“	21
II. Kausalitätsverständnis	22
1. Der Arbeit zu Grunde liegendes Kausalitätsverständnis	22
2. Äquivalenztheorie und wertende Zurechnung	22
1) <i>Conditio sine qua non</i> als Faustformel	22
2) Abgrenzung von wertenden Zurechnungskriterien – Adäquanz und Schutzzweck	23
3. Reale und hypothetische Kausalität	24
1) Reale Kausalität – Energieübertragung als Charakteristikum	24
2) Hypothetische Kausalität – Abgrenzung	25
a) Pflichtverletzung statt Energieübertragung	25
b) Keine „Kausalität der Pflichtwidrigkeit“ bei Handlungen	25
c) Eindeutige Abgrenzbarkeit von Tun und Unterlassen	26
d) Zuordnung zentraler Probleme zu realer und hypothetischer Kausalität	26
3) Eingriff in „Randbedingungen“ als entbehrliche Kategorie	26
a) Zuordenbarkeit zur realen Kausalität	26
b) Fazit	27
4) Reale Kausalität – Vorzüge der Ex-post-Betrachtung	28
a) Kausalität einmaliger Ereignisse und Zufall als Glied der Kausalkette	28
b) Unabhängigkeit vom Kriterium der Notwendigkeit im Zivilprozess	29
c) Positionierung zum Determinismus entbehrlich	29
5) Wissenschaftliche Erkenntnisse und probabilistisches Kausalitätsverständnis	30
a) Notwendiger Rückgriff auf wissenschaftliche Erkenntnisse	30
b) Konkretisierung von „probabilistisch“ und prozessuale Vorteile	30
c) Steuerungswirkung des Kausalitätselements und Gleichlauf mit hypothetischen Kausalbetrachtungen	31
6) Fazit und Konkretisierung des eigenen Begriffsverständnisses	31
a) Abschließender Vergleich von realer und hypothetischer Kausalität	31
b) Offenlegung von Modifikationen gegenüber Webers Konzept	32

III. Problemverortung im System juristischer Kausalitätsbegriffe	32
1. Transaktionskausalität und Preiskausalität	32
2. Haftungs begründende und -ausfüllende Kausalität	33
1) Ursprung und Definition	33
2) Zuordnungsprobleme	33
3) Potential der Zuordnung für die Lösung zentraler Beweisprobleme	34
IV. Fazit	34
Kapitel 3: US-amerikanisches Recht	36
I. Haftung nach Rule 10b-5	36
1. Entwicklung einer Haftungsnorm	36
2. Haftungsvoraussetzungen	39
1) Notwendigkeit eines Überblicks	39
2) Tatbestandsmerkmale	39
a) Falschdarstellung oder Verschweigen wesentlicher Umstände	40
b) Anspruchsberechtigung („in connection with“) und -verpflichtung	42
c) Verschulden („scienter“)	44
3) Haftung für Unterlassen	44
a) Erfordernis einer Offenbarungspflicht	44
b) Treuepflichtverletzung – ein Ansatz aus dem Insiderhandel	45
c) Von der SEC erlassene Publizitätspflichten und Börsenzulassungsbedingungen	46
d) Veröffentlichungspflichtverletzungen die „fraud“ begründen können	48
e) Bewertung der Rechtsprechung zur Haftung für Unterlassen	49
4) Überblick	50
3. Haftungs begründende Kausalität	50
1) Causation & Reliance	50
a) Ursprung im Common Law	50
b) Unnötige Rekurrierung auf das Common Law	51
c) Verhältnis von Causation & Reliance	52
d) Definition „transaction causation“ und Anforderungen an „reliance“	52
2) Beweisnot und Beweiserleichterungen	53
a) Grundsatz im Beweisrecht – Beweisnot als Folge	53
b) Beweiserleichterungen - Überblick	53
c) Abhilfe beim Nachweis hypothetischer Kausalität – Unterlassensfälle	54
aa) Affiliated Ute Citizens	54
bb) Reichweite der Entscheidung	55
d) Kapitalmarktspezifische Lösungsansätze	56
aa) Fraud-on-the-market theory (FOTM-Theorie)	56
bb) Sonstige Ansätze	57

3) Ökonomische Grundlagen der FOTM-Theorie und das Konzept der Preiskausalität	57
a) Überblick	57
b) Efficient Capital Market Hypothesis (ECMH)	58
c) Fischel's Konzept der Preiskausalität & Marktmodell der Anlageentscheidung	60
4) Die Fraud-on-the-market-Theorie in der Praxis	61
a) Mittelbares Vertrauen und Umfang der Vertrauensvermutung	61
b) Aktualität der FOTM-Theorie und Überblick	61
c) Prozessualer Hintergrund: „class actions“	62
d) Basic v. Levinson	63
aa) Sachverhalt	63
bb) Entscheidung und Begründung des Supreme Court	63
cc) Kritik im Minderheitsvotum	65
dd) Prämissen der FOTM-Theorie, Kritik und Praxisbezug	65
(1) Vertrauen in die Integrität der Preisbildung und Bezugspunkt des Vertrauens	65
(2) Kapitalmarkteffizienz in der Praxis	66
(3) Konzeptionelle Kritik an der Entscheidung Basic v. Levinson	67
e) Halliburton v. Erica P. John Fund (I und II)	68
aa) Sachverhalt	68
bb) Konkretisierung der Basic-Vermutung – Halliburton (II)	69
(1) Kapitalmarkteffizienz und Vertrauen in die Preisintegrität	69
(2) Prozessuale Erwägungen und Teilobsiegen von Halliburton	71
5) Bewertung der Rechtsprechung zur FOTM-Theorie und Ausblick	72
a) Lösung der FOTM-Theorie von der ECMH in ihrer semistrengen Form	72
b) Theorie und Praxis – Rechtstatsachen	73
c) Künftige Anforderungen an den Einwand fehlenden Preiseffekts	74
4. FOTM und Rechtsfolge am Sekundärmarkt	75
1) Kein Vertragsabschlusschaden	75
a) Keine Rückabwicklung am Sekundärmarkt	75
b) Rechtsprechungsauswertung	76
c) Wesentliche Beteiligung am Vertragsschluss - Stellungnahme	77
2) Fazit und Umgang mit den Erkenntnissen	79
5. Loss Causation	79
1) Ursprünge	79
2) Dura Pharmaceuticals Inc. v. Broudo	80
a) Sachverhalt und Entscheidung	80
b) Bewertung und praktische Konsequenzen dieser Rechtsprechung	81
c) Fazit und Schlussfolgerung für die Arbeit	82
6. Berechnung und Geltendmachung des Kursdifferenzschadens in der US-Rechtsprechung	83
1) Ausgangslage und Einführung der True Value Line	83

2) Expertengutachten	84
a) Notwendigkeit	84
b) Grundlagen finanzökonomischer Schadensberechnung – das Marktmodell	84
c) Vergleichsindex-Methode (comparable index approach)	85
aa) Überblick	85
bb) Kritik	86
d) Ereignisstudien (event studies)	87
aa) Gemeinsamkeiten und Vorzüge	87
bb) Ablauf einer Ereignisstudie - Bestimmung des Ereignisfensters	87
cc) Schwächen, Kritik und Stellungnahme	89
 II. Fazit	 90
 Kapitel 4: Deutsches Recht	 92
 I. Systematik der Sekundärmarktpublizität	 92
 II. Zuordnung von Haftungsnormen	 93
1. Überblick	93
2. Bedeutung von § 823 II BGB und § 826 BGB	94
3. Verletzung der Ad-hoc-Publizität	95
4. Emittentenhaftung, Organhaftung	96
 III. Haftungskonzept des II. Zivilsenats	 96
1. Sachverhalte der Entscheidungen des II. Senats	96
1) Infomatec	96
2) EM.TV	97
3) ComROAD	99
2. § 826 BGB - Haftungsvoraussetzungen nach der Rechtsprechung	99
1) Vorsatz	99
2) Sittenwidrigkeit	99
3) Kausalität	100
a) Konzeptioneller Überblick	100
b) Rechtstatsächliche Konsequenzen	101
c) Ablehnung einzelner Beweiserleichterungen durch den BGH	103
4) Anspruchsberechtigung – kein Transaktionserfordernis	104
5) Schaden – Arten, Umfang und Berechnung	105
a) Naturalrestitution in Form des Vertragsabschlussschadens	105
b) Kursdifferenzschaden und Berechenbarkeit	105
c) Mitverschulden	106
6) Passivlegitimation und Erstreckung auf Emittenten und Kontrollorgane	106

IV. Modifiziertes Haftungskonzept des XI. Senats	107
1. Die IKB-Entscheidung	107
2. Haftungsvoraussetzungen der §§ 37b, 37c WpHG im Überblick	108
1) Anspruchsverpflichtete	109
2) Unterlassen oder Veröffentlichung unwahrer Insiderinformationen	109
a) Voraussetzungen mit Bezug zum IKB-Urteil	109
b) Vorschlag zur Abgrenzung und Konkurrenz	110
3) Verschulden	111
4) Anspruchsberechtigte	111
5) Kausalität und Schaden nach der IKB-Entscheidung	112
a) Vertragsabschlusschaden: Übertragung des Haftungskonzepts des II. Senats	112
b) Kursdifferenzschaden: Modifiziertes Haftungskonzept	113
aa) Vorarbeit für den BGH in der Literatur	114
bb) Aussage des XI. Senats zum Kursdifferenzschaden	114
cc) Interpretation der Aussage zum Kursdifferenzschaden	114
(1) FOTM-Theorie und Preiskausalität	114
(2) Abgleich mit der Affiliated-Entscheidung des Supreme Court	116
(3) Anwendungsbereich des Konzepts der Preiskausalität nach der IKB-Entscheidung	117
(4) Schlussfolgerung für die weitere Bearbeitung	117
c) Schadensberechnung	118
V. Anwendungsbereich des § 37b WpHG – Auffangtatbestand	118
1. IKB-Entscheidung – Unterlassenshaftung trotz aktiver Fehlinformation	118
2. Haftung aus § 37b WpHG infolge aktiver Fehlinformation	119
1) Anwendbarkeit des § 37b WpHG - Insiderinformation	119
2) Gegenposition – Befürworter einer teleologischen Reduktion	119
3) Kritische Würdigung der Argumente für eine teleologische Reduktion	120
a) Mosaik-Fälle	120
b) Verbleibender Anwendungsbereich des § 37c WpHG	120
c) Historische Auslegung	121
4) Abschließende Stellungnahme und Abgrenzung	122
5) Keine Haftung für Fehlinformationen Dritter	123
a) Tatbestandliche Begründung	123
b) Folgenbewertung	124
VI. Fazit	125

Kapitel 5: Ökonomische Betrachtung	126
I. Vorbemerkung zur Ökonomischen Analyse	126
1. Wirkungen von Gesetzen erklären und steuern	126
2. Implementierung in die Gesetzesauslegung	128
II. Ökonomische Analyse des Haftungsrechts – optimaler Schadensersatz	129
1. Anspruch, Umsetzbarkeit und Konsequenz für die Vorgehensweise	129
2. Deliktische Kapitalmarktinformationshaftung	130
1) Optimales Sanktionsmaß bei nicht rein schädlichen Handlungen	130
2) Umfang der gesamtgesellschaftlichen Nettokosten (NK _g) am Sekundärmarkt	132
a) Erhöhte Transaktionskosten statt Nettotransfer zum Schädiger	132
b) Kosten für Schädiger, Anleger und pflichtgemäß handelnde Emittenten	132
c) Verringerung der Allokationseffizienz und Vertrauensverlust	134
d) Erhöhte Agentur-, Kapitalbeschaffungs- und Handelskosten	135
e) Fazit	136
3) Effizienz durch Minimierung gesamtgesellschaftlicher Nettokosten	136
4) Anwendbarkeit und Gültigkeit der Formel – deutsche Perspektive	137
a) Schadensersatzhöhe nicht variabel	137
b) Ermittelbarkeit des Nettoschadens	138
c) Kostenminimum versus effektive Prävention	138
d) Keine Gefahr einer Unterlassung nützlichen Handelns in Deutschland	139
e) Überkompensation ökonomisch betrachtet	140
aa) Vorsätzliche und nutzlose Schädigungen	140
bb) Fahrlässige Schädigungen und Haftung nach §§ 37b, 37c WpHG	141
(1) Grundsatz	141
(2) Relevanz rechtlicher Unsicherheit	142
(3) Rechtsunsicherheiten nur im Bereich leichter Fahrlässigkeit?	143
cc) Fazit und Vergleich mit den USA	145
f) Ineffizienz durch Unterkompensation – Situation in Deutschland	145
5) Zusammenfassung des Erkenntnisgewinns	146
6) Negative Anreizwirkung eines Rückabwicklungsrechts	147
a) Vertragsabschlusschaden	147
b) Negative Anreizwirkung auf Anleger	147
c) Beibehaltung des Vertragsabschlusschaden	148
d) Schlussfolgerung für das Haftungskonzept	149

III. Vergleich der Haftungskonzepte	149
1. Zweck der Sekundärmarktpublizität und Nutzen des Privatklagerechts	149
1) Funktionen der Sekundärmarktpublizität	149
2) Präventionswirkung der deliktischen Kapitalmarktinformationshaftung	149
a) Schutzwirkungen im Einzelnen	149
b) Erhöhte Prävention durch Ergänzung öffentlich-rechtlicher Sanktionen	150
2. Ökonomische Betrachtung des Konzepts konkreten Vertrauens	151
3. Ablehnung des Konzepts des Vertrauens in Informationsintermediäre	152
4. Überabschreckung und Überkompensation am Sekundärmarkt	153
1) Parallelbewertung von FOTM-Theorie und Konzept der Preiskausalität	153
2) Argumente gegen Schadensersatz bzw. dessen vereinfachte Geltendmachung	154
3) Stellungnahme	156
a) Überkompensation	156
aa) Keine Ineffizienzen	156
bb) Keine Überkompensation bei Zugrundelegung eines Bruttoschadens	156
b) Zur Ex-ante-Perspektive der Anleger	157
c) Zur Möglichkeit der Portfoliodiversifikation	157
d) Geringere Überkompensation wegen geringer Durchsetzungswahrscheinlichkeit	158
4) Unterschiedliche Rahmenbedingungen in den USA und Deutschland	159
5) Fazit	160
5. Effizienz des Konzepts der Preiskausalität	160
1) Kosten der widerleglichen Vermutung der FOTM-Theorie	160
2) Vermeidung von „pocket shifting“ durch Prävention	161
3) Fazit	162
IV. Optimierung des Konzepts der Preiskausalität	162
1. Verzicht auf das Erfordernis eines effizienten Kapitalmarktes	162
1) Erfordernis des generell effizienten Kapitalmarktes in den USA	162
2) ECMH und Preiskausalität nach Fischel	163
3) Preiskausalität ohne Informationseffizienz	163
4) Keine entgegenstehende deutsche Rechtsprechung	164
2. Erleichterungen beim Nachweis eines Preiseffekts	164
V. Fazit	164

Kapitel 6: Umsetzbarkeit des Konzepts der Preiskausalität de lege lata	167
I. § 37b WpHG und Anwendungsbereich	167
1. Wortlaut des § 37b WpHG	167
2. Argumente für ein einheitliches Kausalitätsverständnis	167
II. Übertragbarkeit des Konzepts auf § 37c WpHG	168
1. Wortlaut und Systematik	168
2. Systematik und Intention des Gesetzgebers – einheitliche Auslegung	168
3. Bedeutungsreduzierung auf Rückabwicklung	169
4. Telos	169
5. Kritik am Vertrauenselement der FOTM-Theorie	170
6. Fazit	171
III. Übertragbarkeit auf § 826 BGB	171
1. Position des II. Senats	171
2. Wortlaut	171
3. Unbegründete teleologische Haftungsbegrenzung durch den II. Senat	172
4. Orientierung am geltend gemachten Schaden – § 249 I BGB	172
5. Teleologisch-ökonomische Argumente	173
6. Fazit	174
IV. Übertragbarkeit auf § 823 II BGB i. V. m. einem Schutzgesetz	174
V. Fazit und Ausblick	175
1) Kernaussage	175
2) Entbehrlichkeit des Vertragsabschlusschadens	175
Kapitel 7: Prozessuale Umsetzung – Der Kausalitätsnachweis	176
I. Überblick – Beweisnot und Beweiserleichterungen	176
II. Das Beweismaß des § 286 ZPO	176
1. Grundsatz der freien Beweiswürdigung	176
2. Anforderung an die richterliche Überzeugung	177
1) Trennung von abstraktem Beweismaß und Beweiswürdigung	177
2) Exkurs: Haftungssteuerungswirkung des Beweismaßes	178
3) Für die Überzeugungsbildung relevante Faktoren	178
4) Zwischenfazit und weiteres Vorgehen	179
3. Begriff der Wahrscheinlichkeit und prozessuale Relevanz	180
1) Abgrenzung von objektiver und subjektiver Wahrscheinlichkeit	180

2) Relevanz objektiver Wahrscheinlichkeiten im Zivilprozess	180
3) Wahrscheinlichkeit als Beweismaß	181
4. Ansichten zum Regelbeweismaß	182
1) Überwiegende Wahrscheinlichkeit als Bezugsgröße	182
a) Argumente für ein Beweismaß der überwiegenden Wahrscheinlichkeit	182
b) Ablehnung des Beweismaßes der überwiegenden Wahrscheinlichkeit	182
c) Ein Vorzug des Überwiegenheitsprinzips de lege ferenda	183
d) Ablehnung des Überwiegenheitsprinzips de lege ferenda	184
e) Zwischenfazit und weiteres Vorgehen	185
2) Wahrheitsüberzeugungstheorie	185
a) Wahrheit als objektive Bezugsgröße	185
b) Rechtsprechung des BGH	186
aa) Anastasia-Urteil, 1970	186
bb) Stellungnahme zum „Anastasia“-Urteil	186
cc) Konkretisierung durch den VI. Senat, 2012	187
dd) Stellungnahme: Wahrheit als vorzugswürdige Bezugsgröße	187
3) Bewusstsein vom Vorliegen einer hohen Wahrscheinlichkeit – Wahrscheinlichkeitsüberzeugungstheorie	188
a) Abwendung des BGH von der Rechtsprechung des RG	188
b) Stellungnahme zur Kritik, dass subjektive Gewissheit leichter erlangbar sei	188
4) Konsequenzen des Rechtsprechungswechsels für die Beweisführung	189
5. Abschließende Stellungnahme zum Beweismaß	189
1) Wahrheit als vorzugswürdige Bezugsgröße – weitere Argumente	189
2) Fazit für die Kausalitätsprobleme der Arbeit und weiteres Vorgehen	191
III. Beweiserleichterung durch § 287 ZPO	191
1. Anwendungsbereich der Norm	191
1) allgemein	191
2) Kausalität – §§ 286, 287 ZPO und die Zuordnungsproblematik	192
a) Position der Rechtsprechung	193
aa) Abgrenzung von §§ 286, 287 ZPO – „Betroffensein“	193
(1) Rechtsgutverletzungen und Folgeschäden	193
(2) Primäre Vermögensschäden – Gefahr des Schadenseintritts	194
bb) Umgang der Rechtsprechung mit der Kausalität der Unterlassung und sonstigen hypothetischen Kausalverläufen	195
cc) Anwendung auf Vertragsabschluss- und Kursdifferenzschaden und Bewertung der kapitalmarktrechtlichen Rechtsprechung	197
b) Abgrenzung nach Haftungstatbeständen	198
aa) Ansätze in der Literatur	198
bb) Anwendung auf das Kapitalmarktdeliktensrecht	199
(1) Allgemeine Anwendungsprobleme	199
(2) Anwendung auf Transaktionskausalität und Preiskausalität	199
cc) Fazit	200

c)	Beweismaßabsenkung durch einheitliche Lösung über § 287 ZPO	200
aa)	Konstruktion und Vorzüge	200
bb)	Stellungnahme und Ablehnung aus kapitalmarktrechtlicher Perspektive	201
e)	Differenzierung nach der Anzahl der Bezugspunkte für Kausalität	201
aa)	Herleitung	201
bb)	Einordnung des Vertragsabschlussschadens in das Konzept	202
cc)	Anwendung auf den Kursdifferenzschaden	203
(1)	Beweisanforderungen im Überblick	203
(2)	Erfordernis einer konkreten Vermögensgefährdung	203
(3)	Vermutung einer konkreten Vermögensgefährdung bei fehlerhaften Ad-hoc-Mitteilungen	203
(4)	Nachweis potentieller Kurserheblichkeit im Übrigen	204
f)	Grundscha­den gem. § 286 ZPO bei reinem Vermögens- bzw. Kursdifferenzschaden	204
aa)	Preiseffekt als Grundscha­den	204
bb)	Abgrenzung zur konkreten Vermögensgefährdung	205
cc)	Kritik an der Herleitung des „Grundscha­den“-Erfordernisses	205
(1)	Strukturelle Besonderheit im Rahmen von § 826 BGB	206
(2)	Keine Aufspaltung eines reinen Vermögensschadens durch den BGH	206
dd)	Komplikationen beim Nachweis des Preiseffekts	207
ee)	Vorschlag zur Behebung dieser Beweisprobleme	208
ff)	Stellungnahme und Ablehnung des Erfordernisses eines Grundscha­dens	208
(1)	Entbehrlichkeit	208
(2)	Kaum Rückhalt in der Rechtsprechung des BGH und des U.S. Supreme Court	209
g)	Exkurs: Konzept zur vereinfachten Annahme eines Grundscha­dens	210
h)	Differenzierung nach realer und hypothetischer Kausalität	211
aa)	Ansatz	211
bb)	Anwendung auf die Sekundärmarkthaftung	212
3)	Folgeschäden und Schadenshöhe	212
4)	Fazit – Konkrete beweisrechtliche Zuordnung	213
2.	Erleichterung der Darlegungslast	213
3.	Absenkung des Beweismaßes	214
4.	Keine Entscheidung nach reiner Billigkeit	215
5.	Erleichterungen für das Beweisverfahren	215
1)	Ablehnung von Beweisanträgen	215
2)	Hinzuziehung eines Sachverständigen	216
3)	Parteivernehmung	217
IV.	Mögliche Erleichterungen für den Kausalitätsnachweis	218
1.	Vorbemerkung	218
2.	Vernehmung des Anlegers	219

1) Anleger als Zeuge nach Abtretung des Anspruchs	219
2) Wert von Angaben des Anlegers zur eigenen Willensbildung	219
a) Ex post Kausalattribution	220
b) Maßgebliche Zeitpunkte für den Willensentschluss und Fehleranfälligkeit	220
c) Verzichtbarkeit der Aussage aufgrund Ineffizienz und mögliche Konsequenzen	221
3. Der Indizienbeweis	221
1) Anwendungsbereich im Rahmen der Arbeit	221
2) Nützlichkeit und Vermeidbarkeit von Vorsorgemaßnahmen	222
4. Beweislastumkehr als ultima ratio	222
5. Sekundäre Darlegungslast – Preiskausalität	223
6. Der Anscheinsbeweis der Kausalität	223
1) Allgemeingültiges zum Anscheinsbeweis	223
a) Bedeutung und Rechtsnatur	223
b) Voraussetzungen und beweisrechtliche Konsequenzen	224
2) Anscheinsbeweis der Kausalität allgemein	224
3) Anscheinsbeweis für die Preiskausalität beim Kursdifferenzschaden	225
a) Typizität aufgrund unmittelbarer Kursreaktion oder Informationseffizienz	225
b) Effiziente Handhabung des Anscheinsbeweises	226
c) Stellungnahme: Lösung über § 287 ZPO vorzugswürdig	226
4) Anscheinsbeweis für Willensentschlüsse	227
a) Differenzierende Rechtsprechung	227
b) Die Vermutung aufklärungsrichtigen Verhaltens	228
c) Die Rechtsfigur der Anlagestimmung	228
5) Bedeutung für die deliktische Kapitalmarktinformationshaftung	230
a) Zurückhaltung der Rechtsprechung	230
b) Übertragbarkeit der Vermutung aufklärungsrichtigen Verhaltens	230
c) Herleitung und Ablehnung einer Vermutung informationsgemäß rationalen Verhaltens	231
aa) Isolierte Betrachtung des Einzelanlegers – Ausnutzen einer Insiderinformation	231
bb) Berücksichtigung der Börsenpreisanpassung	232
d) Übertragbarkeit der Figur der Anlagestimmung auf den Sekundärmarkt	233
aa) Befürwortung in der Literatur	233
bb) Standpunkt der Rechtsprechung	234
cc) Stellungnahme	235
e) Fazit	235
7. Generelle Beweismaßreduzierung in Kausalitätsfragen	235
1) § 287 ZPO für alle Kausalitätsfragen	235
a) Herleitung	235
b) Stellungnahme	236
c) Abgrenzung zum eigenen Konzept	236
2) Beweismaßreduzierung ohne Normbezug	236

3) Materieellrechtlicher Ansatz: Kausalität als normatives Tatbestandsmerkmal	237
a) Methodische Herleitung	237
b) Dogmatische Vereinbarkeit mit dem Konzept der Rechtsprechung	238
c) Praktische Vorzüge gegenüber dem Konzept der h. M.	238
V. Fazit	239
1. Wertende Zusammenfassung	239
2. Rückabwicklungsmöglichkeit trotz ökonomischer Bedenken	241
 Kapitel 8: Berechnung des Kursdifferenzschadens	 242
I. Überblick und rechtliche Ausgangslage in Deutschland	242
1. Definition und grundsätzliche Ermittelbarkeit des Differenzschadens . .	242
2. Verdeutlichung und Bewertung der Ausgangslage in Deutschland	243
3. Weitgehende Akzeptanz der BGH-Rechtsprechung in der Literatur	243
1) Rückwärtsinduktion	243
2) Zeitpunkt der Schadensentstehung	244
II. Schadensumfang – Ersatzfähigkeit des Kollateralschadens	245
1. Bedeutung und Umfang des Kollateralschadens	245
2. Kollateralschaden als Folge rationalen Anlegerverhaltens	246
3. Äquivalent und adäquat kausale Pflichtverletzung	246
4. Forderung nach wertungsmäßiger Korrektur – Schutzzweck	247
5. Schutzzweck bei Gesamtbetrachtung des Entschädigungssystems	249
1) Argumente gegen Kollateralschadensersatz beim Kursdifferenzschaden	249
2) Stellungnahme – Kollateralschaden ist Teil des Kursdifferenzschadens	249
a) Anlegerschutz	250
aa) Keine Doppelbelastung der Altaktionäre	250
bb) Doppelkompensation unproblematisch	250
cc) Schutzlosstellung vieler Neuaktionäre	251
dd) Zwischenfazit	251
b) Schutzzweck: Marktfunktionsschutz	251
c) Werthaltigkeit der Innenhaftung bei Marktbetrug	252
d) Fazit	253
III. Implikationen bei der Schadensberechnung	253
1. Schwächen der rückwärtigen Induktion in Fallgruppen	253
2. Disclosure bundling, over-disclosure und Kollateralschaden	254
1) Informationsbündelungen	254
a) Problembeschreibung	254
b) Konsequenzen für den Anleger und Fehlanreize für den Emittenten	255

c) Lösungsansätze im Rahmen der Rückwärtsinduktion	256
d) Alternativlösung bei Kursreaktion auf Fehlinformation	256
2) Over-disclosure	257
a) Problembeschreibung	257
b) Problemlösung im Rahmen der Rückwärtsinduktion	258
c) Alternativlösung bei Kursreaktion auf Fehlinformation	259
3) Kollateralschaden bei kurssteigernden Korrekturmeldungen	259
a) Problembeschreibung	259
b) Lösungsvorschlag im Rahmen der Rückwärtsinduktion	260
c) Alternativlösung bei Kursreaktion auf Fehlinformation	261
3. Änderung des Informationswertes während der Desinformationsphase	262
1) Veränderte ökonomische Rahmenbedingungen	262
a) Problembeschreibung	262
b) Lösungsansätze	263
2) Veränderte Markterwartungen	263
3) Allmählicher Eingang des Informationswertes in den Marktkurs	264
a) Problembeschreibung, Fallgruppen, Anreizwirkung	264
b) Lösungsansätze	264
4. Voraus- statt Rückschau – „forward-casting“ als Alternative	265
IV. Beweiserleichterung – sekundäre Darlegungslast	266
V. Fazit	266
Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse und Thesen	268
I. Wesentliche Ergebnisse der Arbeit	268
1. Kausalitätsverständnis	268
2. Erkenntnisse aus dem US-amerikanischen Recht	269
3. Deutsches Recht	270
4. Ökonomische Erkenntnisse	271
5. Effiziente prozessuale Umsetzung	271
6. Anwendungsbereich des Haftungskonzepts und Haftungsumfang	272
II. Kernthesen	273
Literaturverzeichnis	275
Sachregister	291

Kapitel 1

Überblick

I. Einleitung

1. Problemstellung und Themeneingrenzung

Gegenstand der Untersuchung sind Schäden, die Anleger durch fehlerhafte Kapitalmarktinformationen von Emittenten erleiden. Dabei wird sich auf Konstellationen beschränkt, in denen ein Anleger von einem anderen Anleger Wertpapiere erwirbt (Sekundärmarkt). Erwerbsvorgänge direkt vom Emittenten (Primärmarkt) sind nicht Gegenstand der Untersuchung, da im Rahmen der dort relevanten Prospekthaftungstatbestände bereits ein hinreichendes Anlegerschutzniveau besteht.¹ Im Gegensatz dazu, erfüllt die Haftung für fehlerhafte Informationen auf dem Sekundärmarkt (z.B. Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen) in Deutschland weder ihre Kompensations- noch ihre ordnungspolitische Steuerungsfunktion. Als Haftungsadressaten kommen Emittenten und ihre Organe in Betracht, insbesondere Vorstände von Aktiengesellschaften. Verfolgen geschädigte Anleger ihre Ansprüche gerichtlich, gehen sie regelmäßig leer aus. Die Klagen scheiterten überwiegend daran, dass es den Anlegern nicht gelang, den vom BGH geforderten Nachweis eines Ursachenzusammenhangs zwischen der Informationspflichtverletzung eines Emittenten und der konkreten Anlageentscheidung (sog. Transaktionskausalität) zu führen. Der wesentliche Kritikpunkt an der Rechtsprechung des II. BGH-Senats ist darin zu sehen, dass Kläger eine Transaktionskausalität, völlig unabhängig von der Art des geltend gemachten Schadens, nachweisen müssen.² Ziel der Arbeit ist, geschädigten Anlegern eine Perspektive zu eröffnen, erlittene Schäden einzuklagen. Dies wird einerseits erreicht durch eine Erleichterung des Kausalitätsnachweises bei der Geltendmachung von Kursdifferenzschäden. Andererseits wird der Anwendungsbereich von § 37b WpHG, der eine Haftung für unterlassene Veröffentlichungen von Insiderinformationen anordnet, weit ausgelegt. Die bestehenden Haftungstatbestände können so ihre ordnungspolitische Steuerungsfunktion erfüllen und einen umfassenden Anlegerschutz gewährleisten.

¹ Vgl. die Kausalitätsvermutungen in den §§ 21 I 1, 22, 23 II WpPG, § 20 I, IV VermAnlG, § 306 III KAGB, die die Rückabwicklung des Erwerbsgeschäfts erleichtern sowie die Haftung bei fehlendem Prospekt gem. § 24 WpPG bzw. § 21 VermAnlG; dazu *Groß*, in: E/B/J/S, 3. Aufl., § 21 WpPG Rn. IX 807 f., § 23 WpPG Rn. IX 845 ff., § 24 WpPG Rn. IX 859 ff.

² Vgl. BGH NJW 2005, 2450, 2453; BGH ZIP 2007, 679, 680 Rn. 9 = NZG 2007, 346; ZIP 2007, 1560, 1561 Rn. 14; ZIP 2007, 1564; ZIP 2008, 407; ZIP 2008, 410 Rn. 16; ZIP 2008, 829 = NJW-RR 2008, 1004; *Fleischer*, in: Assmann/Schütze, § 16 Rn. 25.

2. Gang der Untersuchung

Einen ersten Eindruck von den Größenordnungen, um die es bei Ansprüchen geschädigter Kapitalanleger geht, sollen Fakten und Statistiken aus der Rechtspraxis in den USA vermitteln. Daneben wird anhand von Fällen, wie etwa dem Diesel-Abgasskandal, gezeigt, dass Irreführungen von Anlegern durch deutsche Emittenten ein aktuelles Problem darstellen (Kapitel 1 II.).

Mit dem von Anlegern zu erbringenden Kausalitätsnachweis ist ein grundsätzliches Problem verbunden. Im zweiten Kapitel wird daher untersucht, was es tatsächlich bedeutet, einen kausalen Zusammenhang zwischen einer Fehlinformation und einer Anlageentscheidung, sowie zwischen einer Fehlinformation und einer konkreten Marktpreisreaktion, zu fordern. Hierzu wird auf Kausalitätsverständnisse im Bereich der Naturwissenschaften und der Ökonomie eingegangen und darauf aufbauend ein prozesstauglicher Kausalitätsbegriff entwickelt.

Im dritten Kapitel werden die US-amerikanische Rechtspraxis, insbesondere im Hinblick auf den Kausalitätsnachweis und die Schadensberechnung, untersucht und damit verbundene Probleme und Lösungsansätze aufgezeigt.

Sodann wird auf das deutsche Recht eingegangen, wobei der Fokus auf § 826 BGB und §§ 37b, 37c WpHG und die dazu ergangene Rechtsprechung gelegt wird. Die Ad-hoc-Publizität und der Anwendungsbereich des § 37b WpHG bilden Schwerpunkte der Untersuchung.

Die verschiedenen Lösungsansätze von Literatur und Rechtsprechung beider Länder werden im fünften Kapitel im Hinblick auf ihre ökonomischen Konsequenzen miteinander verglichen. Dabei wird sich das Konzept der Preiskausalität für den Ersatz des Kursdifferenzschadens als vorzugswürdig erweisen.

Im sechsten Kapitel wird herausgearbeitet, dass das Konzept der Preiskausalität im gesamten Haftungsrecht für fehlerhafte Kapitalmarktinformationen *de lege lata* umsetzbar ist.

Im prozessrechtlichen Teil wird insbesondere dargelegt, wie die tatsächliche Durchsetzbarkeit des Kursdifferenzschadens prozessual sichergestellt werden kann. Zudem werden sich dogmatische Bedenken gegen die höchstrichterliche Versagung von Beweiserleichterungen bei der Geltendmachung des Vertragsabschlusschadens als unbegründet erweisen.

Im achten Kapitel werden der Umfang des ersatzfähigen Kursdifferenzschadens und Probleme bei der Schadensberechnung behandelt.

II. Größenordnungen und Fakten

Einen Eindruck von den Größenordnungen und der Aktualität des zu untersuchenden Problemkreises können einige ausgewählte Fakten und Statistiken aus der Rechtspraxis in den USA und Deutschland vermitteln.

I. USA

In den USA gibt es eine Fülle von Fallmaterial, darunter mindestens 29 Supreme Court Entscheidungen, die sich mit der Interpretation und Anwendung von Rule 10b-5 des Securities Exchange Act³ von 1934 (SEA), der zentralen Haftungsnorm für fehlerhafte Sekundärmarktpublizität, befassen.⁴ Die Geltendmachung von Ansprüchen erfolgt regelmäßig in Form von Anleger-Sammelklagen (Securities Class Actions).

Zwischen 1996 und Januar 2017 wurden 4379 solcher Sammelklagen erhoben,⁵ die meisten davon im Technologiesektor (1186)⁶, hier wiederum im Bereich Software & Programmierung (377), gefolgt von der Biotechnologie & Pharmazie-Branche (334).⁷ Ganz überwiegend betroffen waren Wertpapiere, die an der NYSE oder NASDAQ gehandelt wurden.⁸ Die 3200 zwischen 1997 und 2013 erhobenen Securities Class Actions führten zu Vergleichszahlungen von mehr als 73 Mrd. US-Dollar.⁹ Zu den teuersten Vergleichen kam es in den Verfahren Enron Corp. (ca. \$ 7,2 Mrd., 2006–2008), WorldCom, Inc. (ca. \$ 6,1 Mrd., 2005–2010), Tyco International Ltd. (\$ 3,2 Mrd., 2007–2013) und Cendant Corp. (ca. \$ 3,2 Mrd., 2000–2010).¹⁰ Diese Beträge gehören allgemein zu den 10 höchsten in der Geschichte der Sammelklagen in den USA.¹¹ Kläger-Anwälte erhielten zwischen 1997 und 2013 über \$ 14 Mrd., was ungefähr den Aufwendungen für Verteidiger-Anwälte entsprechen dürfte.¹²

Im Jahr 2016 wurden 270 Securities Class Actions erhoben, die zweitmeisten im 20-Jahresvergleich; mehr waren es nur im Jahr 2001 mit 498 (Plätzen der „dotcom-Blase“).¹³ Die Klagehäufigkeit lag damit 44 % über dem Vorjahresniveau und dem historischen Durchschnitt von 189 Klagen (1997–2015), was insbesondere mit der deutlichen Zunahme von M&A-Klagen zusammenhängt.¹⁴ Mit einer durchschnittlichen Wahrscheinlichkeit von 5,6 % (ohne M&A-Klagen 3,9 %) waren die 4593 Gesellschaften, die 2016 an der NYSE oder NASDAQ gelistet waren, in diesem Jahr

³ Wertpapierhandelsgesetz der USA.

⁴ Eine Aufzählung von 28 Entscheidungen (ohne *Halliburton v. Erica P. John Fund (II)*, 134 S.Ct. 2398, 2404 = AG 2014, 828) findet sich bei *Grundfest*, 69 Bus. Law. 307, 325 f. (2014) in Fn. 85.

⁵ Abrufbar: <http://securities.stanford.edu/filings.html> (Securities Class Action Clearinghouse, Stanford Law School); die aktuellsten hier erfassten Sammelklagen wurden am 27.1.2017 erhoben (Stand: 2.2.2017).

⁶ Abrufbar: <http://securities.stanford.edu/sector.html>.

⁷ Abrufbar: <http://securities.stanford.edu/industry.html>.

⁸ Abrufbar: <http://securities.stanford.edu/filings.html> (letzter Zugriff jeweils am 2.2.2017).

⁹ *Grundfest*, 69 Bus. Law. 307, 308 (2014) m.w.N.

¹⁰ Abrufbar: <http://securities.stanford.edu/top-ten.html> (letzter Zugriff am 2.2.2017), die Zahlen geben das Jahr der Klageerhebung und das Jahr des Vergleichsschlusses an.

¹¹ *Grundfest*, 69 Bus. Law. 307, 308 (2014) m.w.N.

¹² *Grundfest*, 69 Bus. Law. 307, 309 (2014) m.w.N.

¹³ <http://securities.stanford.edu/charts.html> (letzter Zugriff am 2.2.2017).

¹⁴ Cornerstone Research, Securities Class Action Filings – Jahresbericht 2016, S. 5, abrufbar unter: <https://www.cornerstone.com/Publications/Reports/Securities-Class-Action-Filings-2016-YIR> oder unter: <http://securities.stanford.edu/research-reports/1996–2016/Cornerstone-Research-Securities-Class-Action-Filings-2016-YIR.pdf> (letzter Zugriff jeweils am 2.2.2017).

Ziel einer Securities Class Action; der historische Durchschnitt (1997–2015) lag bei 2,8%.¹⁵ Wie auch im Vorjahr hatten 99% der Klagen u.a. Fehlinformationen in Finanzberichten zum Gegenstand.¹⁶ Die Richtigstellungen der Fehlinformationen führten, den Vor- und Folgetag der Richtigstellung vergleichend, zu einem kumulierten Verlust an Marktkapitalisierung bei den betroffenen Gesellschaften von ca. \$ 107 Mrd. Dieser Wert liegt 11 % unter dem historischen Durchschnitt (1997–2015) von \$ 120 Mrd.¹⁷ Die kumulierten Anlegerschäden in den unter Rule 10b-5, Sec. 11 oder Sec. 12 SEA erhobenen Sammelklagen betragen im Zeitraum von 2005 bis 2016 im Maximum \$ 468 Mrd. im Jahr 2016, \$ 403 Mrd. im Jahr 2008 (Kreditkrise¹⁸) und im Minimum \$ 145 Mrd. im Jahr 2014.¹⁹ Die durchschnittliche Vergleichssumme lag 2016 bei \$ 72 Mio., darunter zwei Vergleiche über \$ 1 Mrd.²⁰ Der eine – mit der *Household International, Inc.* geschlossene – Vergleich gehört mit einer Vergleichssumme von knapp \$ 1,6 Mrd. und Auslagen und Gebühren von bisher ca. \$ 389 Mio. zu den zehn größten in der Geschichte der Anleger-Sammelklagen.²¹

2. Deutschland

1) Zusammenbruch des Nemax

Das Platzen der „dotcom-Blase“ führte in Deutschland unter anderem zum Zusammenbruch des „Neuen Marktes“, eines eigens für wachstumsorientierte junge Technologieunternehmen eingerichteten Marktsegments an der Frankfurter Wertpapierbörse (Nemax). Von seinem Höchststand von 8546 Punkten (März 2000) verlor der Nemax 90 % an Wert (349 Punkte im Sommer 2002), was einer Kapitalvernichtung von ca. 400 Mrd. € entspricht.²² Die Blasenbildung war in Deutschland, neben der euphorischen Stimmung der Marktteilnehmer, auch durch eine missbräuchliche Informationspolitik mehrerer Unternehmen forciert worden. Deutsche Gerichte hatten in der Folgezeit über Klagen von Anlegern wegen fehlerhaften Jahresabschlüssen, Zwischen- und Quartalsberichten²³ sowie falschen Darstellungen auf Analystenveranstaltungen und Konferenzen zu entscheiden.²⁴ Am stärksten von Missbrauch war

¹⁵ Jahresbericht 2016, aaO, S. 10; vgl. die unterschiedlichen Zahlen von *Boettrich/Starykh*, S. 3, die sich allerdings nicht auf NYSE- oder NASDAQ-gelistete Gesellschaften beschränken.

¹⁶ Jahresbericht 2016, aaO, S. 9.

¹⁷ Jahresbericht 2016, aaO, S. 7.

¹⁸ Der Kreditkrise sind 100 Klagen im Jahr 2008 zuordenbar, siehe <http://securities.stanford.edu/litigation-activity-indices.html>, Abbildung 1 (letzter Zugriff am 2.2.2017).

¹⁹ *Boettrich/Starykh*, S. 10.

²⁰ *Boettrich/Starykh*, S. 29 f.

²¹ Abrufbar: <http://securities.stanford.edu/top-ten.html> (letzter Zugriff am 2.2.2017).

²² *Geisel*, S. 1 m.w.N.; *Möllers*, in: *Möllers/Rotter*, § 1 Rn. 1.

²³ BGH NJW 2005, 445 betrifft die Strafverfahren gegen die Haffa-Brüder (EM-TV) wegen fehlerhafter Quartalsberichterstattung; zum Zivilverfahren BGH NJW 2005, 2450 (EM-TV).

²⁴ *Barth*, S. 53 mit Nachweisen zur Rspr. und zu einer Untersuchung von Konzernabschlüssen aus dem Jahr 2000, die ergab, dass von 200 Nemax-gelisteten Unternehmen nur zwei die Rechnungslegungsstandards eingehalten hatten. Ermittlungsverfahren wegen falscher Darstellungen

die Ad-hoc-Publizität betroffen, etwa durch Unternehmen wie Met@box, BioData und Softmatic.²⁵ Hinzu kommen die Unternehmen Infomatec (3 Verfahren), EM.TV und ComROAD (8 Verfahren), die den II. Zivilsenat des BGH in insgesamt 12 Verfahren beschäftigten und ihm Gelegenheit gaben, sein Haftungskonzept für fehlerhafte Sekundärmarktpublizität zu entwickeln. Aufgrund der insoweit strengen Anforderungen erachtete der II. Senat nur im Verfahren Infomatec II²⁶ den Kausalitätsnachweis als erbracht, mit der Folge, dass der Kläger ca. 90.000 DM Schadensersatz, Zug um Zug gegen Rückgabe der erworbenen Aktien, erhielt.

Zum erweiterten Problembereich gehört auch der, in der deutschen Geschichte, umfangreichste Prozess wegen fehlerhafter Kapitalmarktpublizität, der immer noch nicht abgeschlossene, ca. 17.000 Kläger vereinende Telekom-Musterprozess. Dieser hat fehlerhafte Prospektangaben beim dritten Börsengang der Telekom im Jahr 2000 zum Gegenstand.²⁷ Eine vergleichbare Problemlage für den Anleger besteht bei der Wertpapierprospekthaftung angesichts widerleglicher Kausalitätsvermutungen jedoch nicht, vgl. § 23 II Nr. 1 und 2 WpPG.²⁸

2) US-Hypothekenkreditkrise

Im Jahr 2007 erfasste die US-Hypothekenkreditkrise deutsche Banken. Sie veranlasste u.a. die IKB-Bank zur Herausgabe einer fehlerhaften Presseerklärung, für die deren Vorstandsvorsitzender wegen vorsätzlicher Marktmanipulation gem. §§ 20a I Nr. 1, 38 II, 39 II Nr. 11 WpHG a.F. zu einer 10-monatigen Freiheitsstrafe verurteilt wurde.²⁹ Im Zivilverfahren, in dem ein Kläger ca. 24.000 € gegen Übertragung

gem. § 400 I AktG wurden eingeleitet in: Infomatec/Häfele und Harlos, EM.TV/Gebrüder Haffa; Sero Entsorgung AG/Euro Waste Service AG, Metabox AG, ComROAD, BioData, Phenomedia und (im DAX) Telekom/Sommer, vgl. Park/Südbeck, Teil 3, Kap. 7 B, § 400 I AktG Rn 108 f.

²⁵ Vgl. dazu Barth, S. 53 m.N. zur Rspr.; Weitnauer, DB 2003, 1719, 1721.

²⁶ NJW 2004, 2971; vgl. auch BGH NJW 2005, 2450, 2453 (EM.TV): „Soweit es für die Beurteilung der individuellen Anlageentscheidungen der Kl. im weiteren Verfahren auf das Zeitmoment der Nähe der jeweiligen Kaufentschlüsse zu den behaupteten unrichtigen Ad-hoc-Mitteilungen der Bekl. zu 2 und 3 ankommt, weist der Senat darauf hin, dass unter anderem der Kl. zu 35 nach seinem Vorbringen die entsprechende Anlageentscheidung noch am Tag der Veröffentlichung des Halbjahresberichts vom 24.8.2000 und der Kl. zu 22 seine diesbezügliche Entscheidung am Folgetage getroffen hat. Ein derartiges Zeitmoment kann auch ausschlaggebend für die erforderliche Anfangswahrscheinlichkeit im Rahmen der beantragten Parteivernehmung nach § 448 ZPO sein, zumal dann, wenn die Kl. – wie sie in den Vorinstanzen vorgetragen haben – hinsichtlich ihrer individuellen Anlageentscheidung über keine anderen Beweismittel als ihre eigene Vernehmung als Partei verfügen.“

²⁷ Im Oktober 2014 hob der XI. Senat des BGH (NJW 2015, 236) den Musterentscheid des OLG Frankfurt a. M. (BeckRS 2012, 10607) vom Mai 2012 insoweit auf, als das OLG den Verkaufprospekt der Deutsche Telekom AG zum dritten Börsengang bzgl. Angaben zur konzerninternen Übertragung von Aktien des US-Telekommunikationsunternehmens Sprint als nicht fehlerhaft angesehen hatte und wies die Sache für erforderliche Feststellungen zu Kausalität und Verschulden an das OLG zurück. Der erneuerte Musterentscheid vom 27.10.2016 (Az.: 23 Kap 1/06), der ein Verschulden bejaht und Feststellungen zur Kausalität dem LG zuweist, ist noch nicht rechtskräftig.

²⁸ Zum Kausalitätsnachweis Assmann, in: Assmann/Schütze, § 5 Rn. 171 ff.

²⁹ Vgl. BGH NZG 2011, 1075 und BGH NJW 2012, 1800, 1801.

seiner Aktien begehrte, ging der XI. BGH-Senat³⁰ von einer pflichtwidrig unterlassenen Ad-hoc-Mitteilung gem. § 37b WpHG und einer vereinfachten Ersatzfähigkeit der Kursdifferenzschadens aus, verneinte aber die konkret begehrte Rückabwicklung. Ende 2014 erließ das OLG München einen Musterentscheid (§ 16 KapMuG³¹) zulasten der Hypo Real Estate Holding AG (HRE), der mehrere Pflichtverstöße durch Verschweigen hoher bilanzieller Risiken aufgrund großer Bestände an strukturierten Wertpapieren im US-Subprime-Markt, fehlerhafte Pressemitteilungen, einen zu optimistisch gefärbten Börsenzulassungsprospekt und Bilanzmanipulationen durch verspätet vorgenommene Abschreibungen feststellt.³² Der Musterentscheid bietet rund 250 Klägern, die ihre Anteile zwischen dem 3. August 2007 (erste fehlerhafte Pressemitteilung) und 15. Januar 2008 (verspätete Ad-hoc-Mitteilung – Korrektur) gekauft haben, eine Grundlage für Schadensersatzprozesse. Die Klägeranwälte der Kanzlei Tilp gehen von einer Summe von deutlich über einer halben Milliarde Euro aus, die der Bund als Eigentümer der HRE zu tragen hätte.³³

Die Zusammenschau beider Fälle legt die Vermutung nahe, dass allein von bußgeld- und strafrechtlichen Sanktionen³⁴ in einer existenzbedrohenden Unternehmenskrise keine hinreichend effektive Abschreckungswirkung ausgeht.³⁵

3) Die Fälle Daimler, Porsche und VW

Zudem beschäftigten deutsche Automobilhersteller die Gerichte. Im Fall Geltl/Daimler, der zwischenzeitlich den BGH³⁶ und den EuGH³⁷ befasste, geht es per Musterklageverfahren³⁸ um die Frage, ob und wann bereits vor Bekanntgabe des Ausscheidens des Vorstandsvorsitzenden Schrempp zum Jahresende 2005 eine Bekanntgabe seines möglichen Ausscheidens hätte erfolgen müssen. Von entscheidender Bedeutung für eine mögliche Haftung nach § 37b WpHG ist dabei die Frage, ob Daimler von der Veröffentlichungspflicht aufgrund schutzwürdigen Interesses gem. § 15 III 1 WpHG a.F.³⁹ befreit war.⁴⁰

³⁰ NJW 2012, 1800 (IKB); zum Sachverhalt vgl. Kapitel 4 IV.

³¹ Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz v. 19.10.2012 (BGBl. I S. 2182).

³² OLG München, Musterentscheid v. 15.12.2014 – Kap 3/10, BeckRS 2015, 4649, nicht rechtskräftig, da die Rechtsbeschwerde vom BGH, Beschluss v. 1.12.2015 – XI ZB 13/14, BeckRS 2016, 844, zugelassen wurde; *Weber*, NJW 2015, 212, 215.

³³ Spiegel online (Wirtschaft) vom 15.12.2014, abrufbar: <http://www.spiegel.de/wirtschaft/service/hypo-real-estate-hre-aktionaeere-hoffen-nach-urteil-auf-schadensersatz-a-1008535.html> (letzter Zugriff am 2.2.2017); vgl. auch <http://tilp.de/hre/hre-prozess-kanzlei-tilp-obsiegt-im-musterverfahren-gegen-die-hypo-real-estate-vor-dem> (letzter Zugriff am 2.2.2017); ntv vom 15.12.2014, abrufbar: <http://www.n-tv.de/wirtschaft/HRE-drohen-riesige-Schadenersatzzahlungen-article14160416.html> (letzter Zugriff am 2.2.2017).

³⁴ Vgl. §§ 38, 39 WpHG.

³⁵ Dies ist für eine ökonomische Betrachtung relevant, dazu im Kapitel 5.

³⁶ Beschluss v. 23.4.2013 – II ZB 7/09, NJW 2013, 2114.

³⁷ Urt. v. 28.6.2012 – C-19/11 (Markus Geltl/Daimler AG), NJW 2012, 2787.

³⁸ Musterentscheid vom 22.4.2009 des OLG Stuttgart, NZG 2009, 624.

³⁹ Nunmehr geregelt in Art. 17 IV Marktmissbrauchsverordnung (EU-Nr. 596/2014).

⁴⁰ BGH NJW 2013, 2114, 2118 f.; eingehend zur Auslegung der Norm *Klöhn*, ZHR 178 (2014),

a) VW-Porsche Übernahmeschlacht

Die deutsche Instanzrechtsprechung⁴¹ ist weiterhin mit der Aufarbeitung der gescheiterten Übernahme von VW durch Porsche im Jahr 2008 beschäftigt. Insgesamt addieren sich die Forderungen aller in Deutschland klagenden Anspruchsteller auf über 5 Mrd. €. ⁴² Der Vorwurf von Informationspflichtverletzungen steht im Zusammenhang mit der Ad-hoc-Mitteilung der Porsche Automobil Holding SE (PSE) vom 3.3.2008 und stützt sich insbesondere auf zwei Pressemitteilungen vom 10.3. und 26.10.2008. In der Ad-hoc-Mitteilung⁴³ gab die PSE bekannt, dass ihr Aufsichtsrat grünes Licht für die Erhöhung der Beteiligung an der Volkswagen AG auf über 50 Prozent gegeben habe und eine Fusion beider Unternehmen nicht geplant sei. Nachdem der „Focus“ wenige Tage später berichtete, die Porsche SE beabsichtige 75 % der Stimmrechte bei Volkswagen zu erwerben,⁴⁴ wies die PSE in ihrer Pressemitteilung vom 10.3.2008⁴⁵ ausdrücklich Medienberichte zurück, nach denen das Unternehmen beabsichtige, seinen VW-Anteil auf 75 % aufzustocken. Tatsächlich sicherte sich die Porsche SE in den nächsten Monaten durch Aktien und „Cash-Settled Options“ den Zugriff auf 74.1 % der VW-Aktien. Dies sowie die Absicht im Jahr 2009 auf 75 % aufzustocken, um damit den Weg für einen Beherrschungsvertrag frei zu machen, teilte PSE am 26.10.2008 per Pressemitteilung mit.⁴⁶ Als Reaktion auf die Mitteilung stieg der Kurs der VW-Stammaktie von ca. 200 € innerhalb weniger Tage auf über 1000 € am 28.10.2008 an.⁴⁷ Marktteilnehmer, die mit Leerverkäufen auf fallende Kurse gesetzt hatten, mussten VW-Aktien zu den erhöhten Preisen erwerben und verloren 10 bis 15 Mrd. €. ⁴⁸

In einer Klage fordert die ARFB Anlegerschutz UG neben anderen Investoren 1,8 Mrd. € von der Porsche SE und der Volkswagen AG. Gegen die PSE ist zudem eine Klage in Höhe von 351 Mio. € gerichtet. Beide Klagen⁴⁹ haben neben Ad-hoc-Mit-

55 ff.; vgl. auch *Pattberg/Bredol*, NZG 2013, 87 (zur Selbstbefreiung); *Heider/Hirte*, GWR 2012, 249 (zeitlich gestreckte Sachverhalte); zur Auslegung des Insiderrechts durch den EuGH *Möllers/Seidenschwann*, NJW 2012, 2762.

⁴¹ Befasst waren u.a. Landgerichte in Braunschweig, Frankfurt, Hannover und Stuttgart sowie das OLG Braunschweig (ablehnende Beschlüsse zu Aussetzungsanträgen), zu einzelnen Verfahren *Möllers*, NZG 2014, 361, 364 f.

⁴² Abrufbar: <http://tilp.de/porsche/porsche-tilp-beantragt-musterverfahren> (letzter Zugriff am 2.2.2017).

⁴³ Abrufbar: <http://www.porsche-se.com/pho/de/investorrelations/mandatorypublications/adhoc-releases> (letzter Zugriff am 2.2.2017).

⁴⁴ Focus v. 10.3.2008, abrufbar: http://www.focus.de/finanzen/boerse/aktien/vw-porsche-geht-auf-ganze_aid_264551.html (letzter Zugriff am 2.2.2017).

⁴⁵ Abrufbar: <http://www.porsche-se.com/pho/de/press/newsarchive2008/?pool=pho&id=2008-03-10> (letzter Zugriff am 2.2.2017).

⁴⁶ Porsche SE, „Porsche strebt Beherrschungsvertrag an“, Pressemitteilung v. 26.10.2008, abrufbar: <http://www.porsche-se.com/pho/de/press/newsarchive2008/?pool=pho&id=2008-10-26&lang=de> (letzter Zugriff am 2.2.2017); *Möllers*, NZG 2014, 361, 362.

⁴⁷ LG Braunschweig, Urt. v. 19.9.2012 – 5 O 1110/11, BeckRS 2012, 19872.

⁴⁸ *Möllers*, NZG 2014, 361, 362 m.w.N.

⁴⁹ Da sich das LG Braunschweig am 4.3.2015 für unzuständig erklärte, werden die Klagen